

目利き!アナリストに聞く

課題解決株ファンドが注目する「変化の波に乗る企業」5選

二ホンノミライを担う企業とは？

島 大輔/大塚 隆史 2023/02/08 06:30



井浦広樹(いورا・ひろき)／りそなアセットマネジメント株式運用部チーフ・ファンド・マネージャー。2005年りそな信託銀行(現りそなアセットマネジメント)にて株式アナリスト業務に従事。2008年より小型株ファンドマネージャーを務め、2018年にりそな日本中小型株式ファンド(二ホンノミライ)、2020年にグローバル中小型株式ファンドを立ち上げる(撮影:今井康一)

日本の産業競争力の低下、地球環境問題、少子高齢化など、社会の構造変化によって生じた課題の解決に取り組み、安定的に成長する中小型銘柄を投資対象とする「りそな日本中小型株式ファンド(二ホンノミライ)」。パンデミックやウクライナ侵攻により数十年に一度ともいえる変化が起きる中で、どのようなテーマ、企業に注目しているのか。井浦広樹ファンド・マネージャーに聞いた。

「日本社会の成熟」が追い風となった銘柄

——投資対象として「社会構造の変化が追い風となる企業」を挙げています。

りそなアセットマネジメントの中小型株ファンドは、1997年から社会構造の変化に即した需要を取り込む企業に投資するというコンセプトで運用している。例えば、少子高齢化など、本質的で持続的な変化によって生まれる需要が追い風となる企業は、景気サイクルや為替変動、資源高などの外部のリスクファクターがあっても持続的に成長していく可能性が高い。

運用を担当している「りそな日本中小型株式ファンド(二ホンノミライ)」は、こうしたコンセプトを引き継ぎ、SDGs(持続可能な開発目標)の観点も入れて2018年に立ち上げた投資信託。日本の社会が将来的に良くなることに貢献できるよう、社会にとって有益な事業を展開する中小型銘柄に投資する方針だ。

われわれは、どのような社会構造の変化が想定され、それによってどのような需要が生まれ、どのような市場が有望になるのかということ、バリューチェーンに沿って一覧表にまとめている。これを1997年から20年以上、アップデートし続けていることが運用面での強みとなっている。

例えば、2022年の運用パフォーマンスに最も寄与したのが、**円谷フィールズホールディングス**  (2767)。「日本社会の成熟」という変化が追い風となる企業として注目した。

かつて日本のお家芸だった、第2次産業を中心に加工製造して輸出するビジネスモデルが、日本社会の成熟化とともに付加価値を出しにくくなっている。このような変化の中では、保有するコンテンツやレガシーを収益化する第3次産業の国際競争力の向上が重要となる。

インバウンド需要の回復が注目を集めているように、自然や神社仏閣、伝統工芸など、日本文化の価値が相対的に上がってきている。日本のアニメも世界的に人気だ。

円谷フィールズ傘下の円谷プロダクションがIP(知的財産)を保有するウルトラマンは、映画『シン・ウルトラマン』がヒットした国内はもちろん、台湾、香港、中国本土、東南アジアなど海外で人気が高まっている。ウルトラマンは宇宙人と戦う地球防衛というテーマであり、国家観や宗教観など政治的なコンフリクト(衝突)が少ないコンテンツであることも、海外展開するうえでの強みとなっている。

東映アニメーション [\(4816\)](#) の「ドラゴンボール」や「ONE PIECE」、サンリオ [\(8136\)](#) の「ハローキティ」などの成功事例があるように、コンテンツビジネスは原価がほとんどかからないので、利幅が薄い工業製品と比べて、売り上げが伸びたときの利益の増加が大きい。

もともと、遊技機のフィールズが円谷プロダクションを買収した10年以上前からウルトラマンの海外展開に力を入れていく方針だったが、タイのプロダクションとの間での日本国外の著作権についての訴訟問題がネックとなり、うまくいっていなかった。2019年に円谷側の勝訴となったことで、一気にブレイクしたという経緯だ。

昨年、上海にあるテーマパークにウルトラマンエリアがオープンし、中国各地から来た親子連れでにぎわっている。ウルトラマンのトレーディングカードもヒットしているなど、中国でのマネタイズの手法が広がっている。

「グローバル化の終焉」で浮上する銘柄

——ほかに注目している社会構造の変化は？

足元では「グローバル化の終焉」という、30年に一度の構造変化に直面していると考えている。過去を振り返ると、1980年代の冷戦構造が終わってからグローバル化が進展し、世界中で同じルールでビジネスが展開できるようになった。しかし、数年前から、ブレクジットやトランプ政権誕生に象徴されるように、グローバル化の流れが揺らぎつつある。

これが決定的となったのは、ロシアによるウクライナ侵攻。国家はもちろんだが、為替の急激な変動や日本の相対的な賃金低下の問題、台湾などで有事があったらどう対応する必要があるのかなど、企業や個人レベルでも考えないといけなくなった。

一方で、これは必ずしも株式投資にとって悪いことばかりではない。自由主義と覇権主義で世界の陣営が分かれば、双方に向けてバリューチェーンが複雑化することで需要増につながる。半導体産業ではこのような動きが始まっていて、台湾だけで生産するのではなく、アメリカや日本でも生産するという方向になりつつあり、中国も独自で生産体制を整えようとしている。政治リスクは残るものの、ニッチトップで関連部材を独占的に作っているところは、ビジネスチャンスが2倍になる可能性がある。

例えば8年くらい前から投資をしているのが、FA（工場自動化）に必要な制御用スイッチを製造する [IDEC \(6652\)](#)。日本を軸とするアジア、アメリカ、欧州の三極でバランスのよい事業ポートフォリオをつくっていて、各国が自国での調達を強化する動きが増えれば、それぞれの拠点でビジネスチャンスが広がっていく可能性がある。

経営の構造改革の取り組みも注目点だ。ほかのFA企業の株価が上昇している局面で出遅れていた時期もあったが、事業構造改革で強みを持つFAの領域にフォーカスし、フランスのAPEM社を買収。社内公用語も英語にして、グローバルの経営戦略のトップにフランス人も抜擢したことから、会社が大きく変わった。

19万点にも上っていた部品点数を半減させ、在庫管理を徹底。代理店を積極的に支援することで筋肉質な体質となり、トップラインの成長と利益率の改善を実現した。また、その果実を配当や自己株買いなどで積極的に還元していることも、株主としては魅力的だ。

FAの市場は景気サイクルの影響が大きく好不調の波があるが、世界に分散して拠点をもち、必要な事業構造改革をしていくことができる企業であり、グローバル化の終焉という不透明な世界情勢の中でも安定した投資先となると考えている。

——SDGsの観点から脱炭素など環境問題やエネルギー問題への取り組みも重要となっています。例えばSAF（持続可能な航空燃料）のプレーヤーには石油会社など化石燃料の会社も多いですが、投資先の候補になるのでしょうか。

化石燃料は構造的な成長分野としては考えておらず、投資先にはあまり入っていない。再生エネルギーについては前向きに考えているが、環境関連の期待値が上がってバリュエーションが上昇してしまっている部分もあるので、そのあたりのバランス次第ではある。

国内では、[ユーグレナ \(2931\)](#) が使用済みの食用油と微細藻類を使用したSAFに取り組んでいる。藻類を原料とした健康食品・化粧品事業も展開していて、付加価値の高い事業となっている。

一方、SAFは装置産業なので、大量に投資して廃油を集めているグローバルビッグカンパニーに対して、ユーグレナが勝ち抜くのは難しいのではないかとの見方もあった。しかし、マレーシアのペトロナス社、イタリアのEni社といった世界的な大企業との3社の共同出資で、2025年にマレーシアにSAFのプラントを建設、運営することを検討するとの発表があり、期待が高まっている。

「投資のプロ」が果たすべき役割

——投信のポートフォリオを見ると、ここ数年で新規上場した銘柄にも積極的に投資しています。

2021年末からアメリカでインフレ懸念が高まり金利が上昇する中で、グロース銘柄が大きく売られた。昨年の6月頃までは相場が総悲観状態で、IPO（新規株式公開）を見合わせる企業もあった。しかし、その中でもIPOをした銘柄の中には公開価格が割安な水準と考えられるものもあり、投資するうえではいいタイミングだった。リスク要因を検証して投資先を厳選したうえで、上場直後のいくつかの会社に投資した。

2022年6月に上場した [M&A総合研究所 \(9552\)](#) は、売上高が大きく伸びるとともに利益も出ていて、公開価格ベースではPER（株価収益率）25倍ぐらいの水準だった。

2021年末までは、グロース株では売上高が伸びていれば先行投資で赤字でもいいという風潮があり、投資を正当化するためにPSR(株価売上高倍率)という指標ももてはやされた。しかし、昨年前半にグロース株が大きく売られたことからわかるように、赤字企業のPSR10倍と5倍の違いが本当にあるのかというと、実際にはそれほど根拠のあるものではなかった。

同じグロース株でも、きちんと利益が出ていてPERが25倍という水準であれば、安心感がある。M&A総研は後発の優位性を生かして、既存のM&A仲介会社と異なるビジネスモデルをつくっていることが特徴だ。

国内には少子高齢化を背景とした後継者不足の問題があり、新型コロナウイルスの感染拡大を経て、今後も事業を手放す動きが増え、M&A仲介の市場が大きくなることが確実視されている。ただ、売り手と買い手の双方から手数料を得る既存のM&A仲介の事業モデルには利益相反の懸念があり、労働集約型で売り上げ目標達成のために顧客志向ではなくってしまうなどの弊害も指摘されていた。

M&A総研はAI技術を活用してM&Aのマッチングを自動化する独自のシステムを自社で開発していて、成約率の向上や成約期間の短縮化につながっている。売り手企業に着手金がかからない完全成功報酬型の料金体系で、成約してから報酬が発生するため、利益相反の問題が起きづらく、案件を獲得するための差別化にもなっている。

独自のシステムは労働時間が長くなってしまいがちなM&Aコンサルタントの労働環境の改善にもつながっていて、今後の成長のポイントとなる優秀な人材の採用においても強みがあると考えている。

■りそな日本中小型株式ファンドの組み入れ上位10銘柄

証券コード	社名	組み入れ比率 (%)	ファンドが着目する社会的課題
9552	M&A総合研究所	5.7	少子高齢化
2931	ユージェネ	5.0	地球環境問題
2767	円谷フィールドホールディングス	4.3	日本の産業競争力低下
4373	シンプレクス・ホールディングス	4.3	日本の産業競争力低下
4335	IPS	4.3	新興国の生活水準
9449	GMOインターネットグループ	4.3	コビキタス社会の早期実現
2980	SREホールディングス	4.2	日本の産業競争力低下
3688	CARTA HOLDINGS	3.9	コビキタス社会の早期実現
6652	IDEC	3.8	日本の産業競争力低下
4433	ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	3.1	少子高齢化

(注)2022年12月末時点

——今後の相場の見方と、その中での投資方針を教えてください。

市場参加者のコンセンサスが定まらず、ポジティブな見方からネガティブな見方まで、かつてないくらい予想の幅が広がっている。ここ数年、パンデミックやウクライナ侵攻、金利上昇など、数十年に一度ともいえるようなテールリスクが毎年のように起こっている。それぞれが今後どのように動くのか、見通すのが非常に難しい状況だ。

しかし、このような不確定要素の多い状況について、未来を予測するのがプロだとは考えていない。どのような状況に置かれても適切な対応を取り、リターンを確保し続けることが大切だ。今行うべきは、リスク要因の影響を受けにくい事業を展開する銘柄を選別することにより、相対的に変化に強いポートフォリオを構築することだと考えている。

例えば、臍帯血を保管する細胞バンク事業を展開する**ステムセル研究所**  (7096) は、ニッチな市場ながら99%のシェアを誇る。子どもが生まれた際に母親の臍帯血を保存するというシンプルな事業モデルで、長期保管の期間中に保管料を得られるストックビジネスとなっている。保存した臍帯血を使えば、将来の医療で今は治せない病気が治療できるかもしれないということで、ニーズが増えている。

少子化の懸念もあるが、臍帯血バンクの市場はまだ全体の1%しか開拓されておらず、2%になれば倍増、5%になれば5倍になる。子どもにお金をかける傾向も追い風だ。このような会社は、地政学リスクの高まりや景気動向、インフレなどの影響を受けにくいビジネスを展開しているといえるだろう。

(聞き手:島大輔、大塚隆史 東洋経済 記者)

「会社四季報オンライン」2023年2月8日掲載

許諾番号: 2022-181

©東洋経済新報社 無断複写転載を禁じます。